

## **КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ НА ПРИМЕРЕ ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ**

*В работе рассматривается подход к управлению стоимостью коммерческого банка на основе определения и управления ключевыми факторами стоимости. В качестве меры создания стоимости используется добавленная экономическая стоимость (Economic Value Added, EVA).*

В основе концепции управления стоимостью лежит допущение о том, что основная задача менеджмента заключается в максимизации долгосрочной рыночной стоимости компании в интересах ее собственников. При этом данная предпосылка в значительной степени носит нормативный характер.

Многие менеджеры до сих пор при оценке и анализе результатов деятельности опираются на бухгалтерские показатели, такие как EPS, ROI, ROA, ROE и др. Основные недостатки данных показателей связаны с особенностями современного бухгалтерского учета и включают в себя: искаженный учет степени рискованности операций и реализуемых проектов компании; временная стоимость денег в большинстве случаев не находит корректного отражения в бухгалтерском учете; игнорирование альтернативных издержек; существенная зависимость бухгалтерских показателей от утвержденной в компании учетной политики. Альтернатива дается в концепции управления стоимостью, в которой заложен долгосрочный тренд генерирования стоимости фирмы и возможность формирования факторов роста стоимости. Модель экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA), модель остаточной прибыли (Residual Income, RI), модель доходности инвестиционного потока (Cash Flow Return on Investment, CFROI), модель остаточного потока денежных средств (Residual Cash Flow, RCF) и ее аналог модель добавленного операционного потока денежных средств (Cash Value Added, CVA), и ее модификация (Modified Cash Value Added, MCVA).

Идея, лежащая в основе EVA, базируется на концепции остаточного дохода

(Residual Income, RI). Согласно данной концепции, для расчета реального финансового результата работы компании помимо бухгалтерских затрат необходимо также учитывать альтернативные издержки инвестированного капитала. Остаточный доход (экономическая прибыль) является результатом вычитания указанных альтернативных затрат из бухгалтерской прибыли.

Показатель EVA представляет собой эквивалент экономической прибыли, которая рассчитывается как разность бухгалтерской прибыли и стоимости инвестированного капитала:  $EVA_t = NI_t - (IC_{t-1} \times k_e) = (RONE - k_e) \times IC_{t-1}$ .

В 2010 году Фьорделиси и Молинекс на выборке Европейских банков (1998-2005гг.) предложили три основных инструмента для управления EVA: чистую операционную прибыль, альтернативную стоимость капитала и вложенный капитал. Одним из наиболее важных выводов в статье Фьорделиси и Молинекс является подтверждение положительного влияния на акционерную стоимость экономической эффективности и эффективности доходов. Кроме того, было показано, что и экономическая эффективность, и эффективность доходов имеют запаздывающее влияние на создание стоимости.

В исследовании мы провели сравнительный анализ ключевых факторов стоимости 171 банка в 17 странах Восточной Европы, которые были разбиты на три группы:

- 1) группы стран с высоким международным рейтингом: Чехия, Литва, Польша, Словакия (22 банка)
- 2) странах с рейтингом нижней границы инвестиционного грейда: Болгария, Венгрия, Румыния, Россия, Турция (69 банков, из них 47 российских)
- 3) и странах с рейтингом ниже BBB- (по версии агентства Fitch): Азербайджан, Босния и Герцеговина, Хорватия, Грузия, Республика Македония, Черногория, Молдавия, Сербия (80 банков)

Одной из целей исследования стало формулирование взаимозависимостей прокси-показателя EVA (EVA\_SPREAD, Bloomberg) от показателей надежности и эффективности банка. Для этого в «панель» были собраны месячные данные с начала 2000г. по июнь 2016г. Ряды данных были разделены на четыре периода:

до ноября 2008 года; с ноября 2008 года по сентябрь 2010 года; с сентября 2010 по февраль 2013 года; и далее.

Апробирование панельных данных проводилось с использованием одновременно двух классических методов линейной регрессии: объединенный метод наименьших квадратов (POLS – pooled ols) и метод с фиксированным эффектом (FE - fixed effect estimator).

Результаты, полученные по странам с рейтингом нижней границы инвестиционного грейда представлены в Табл. 1

Табл. 1 – Результаты тестирования зависимости прокси-показателя EVA от показателей надежности и эффективности банка для стран второй группы.

Переменные	2008-10			2010-13			2013-16		
	POLS	FE	RE	POLS	FE	RE	POLS	FE	RE
DAY_TO_DAY_TOT_RETURN_GROSS_DVDS				+	+	+			
RISK_PREMIUM	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LN_RSRV_LOAN_LOSS		+		-	+				
Loans_to_Deposits					+				-
Liab_Cap					+	+	+	+	+
BS_TOT_CAP_TO_RISK_BASE_CAP	-	+		+					
ROA	+	+			+	+			
LT_DEBT_TO_TOT_ASSET				-					
NII_NOI				-	-				
IS_EPS									
FNCL_LVRG		+				-		-	-
TOT_DEBT_TO_TOT_ASSET									
TOT_LOAN_TO_TOT_ASSET									+
MKT_SEC_TO_ASSET				+			+		
SALES_TO_CASH							+		
SALES_TO_MKT_SEC									
ROC									
TOT_LOAN_TO_TOT_CAP									
TOBIN_Q_RATIO		-	-	-	-	-			
CASH_FLOW_GROWTH						-			
LT_DEBT_TO_COM_EQY									
TCE_TO_RWA	+			-	-	-			
NPLS_TO_TOTAL_LOANS									
RESERVE_LOAN_LOSSES_TO_NPLS		+							+
TOT_DEBT_TO_TOT_EQY				+				+	+
RETURN_COM_EQY							+		+
OPERATING_ROIC	+	+	+	+	+	+		+	
Константа			+			+	-		-
Наблюдения									
R-squared									

Источник: составлено автором при помощи R.

В целом результаты моделирования с помощью методов POLS и FE не противоречат друг другу и свидетельствуют о том, что наиболее значимыми факторами роста стоимости в кризисный период являются: объем досоздаваемых

резервов, risk-based capital (Tier I + Tier II) к RWA и операционный ROIC. В период оживления 2010-13гг. на передний план выступает объем ликвидности банка (отношение кредитов к депозитам, отношение заемного и собственного капитала) - банки могли зарабатывать в этот период, и чем выше эти отношения, тем более рисковым считался банк.

Результаты моделирования для двух других групп стран будут представлены на семинаре.